

贵州盘江投资控股（集团）有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘 旷 kliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王文洋 wywang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 7 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 3079 号

贵州盘江投资控股（集团）有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 盘江投资 MTN002”及“19 盘江投资 MTN003”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十八日

评级观点：中诚信国际维持贵州盘江投资控股（集团）有限公司（以下简称“盘江投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 盘江投资 MTN002”及“19 盘江投资 MTN003”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了公司区域内较丰富的资源储量、进一步提升的原煤产量及盈利能力以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格波动、面临较大安全生产压力、电力业务未来或将面临一定投资压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

盘江投资（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	306.34	410.38	430.82	432.87
所有者权益合计（亿元）	84.19	105.40	119.00	118.29
总负债（亿元）	222.15	304.98	311.82	314.58
总债务（亿元）	109.46	191.25	202.00	203.53
营业总收入（亿元）	329.41	311.66	326.56	73.98
净利润（亿元）	7.39	8.84	10.80	-0.11
EBIT（亿元）	16.34	21.71	22.65	--
EBITDA（亿元）	25.80	34.56	32.56	--
经营活动净现金流（亿元）	10.01	19.29	10.04	5.48
营业毛利率(%)	11.90	13.82	13.70	8.91
总资产收益率(%)	5.14	6.06	5.39	--
资产负债率(%)	72.52	74.32	72.38	72.67
总资本化比率(%)	56.52	64.47	62.93	63.24
总债务/EBITDA(X)	4.24	5.53	6.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.18	3.46	3.80	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000 2019_04)

贵州盘江投资控股（集团）有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	6.29	7
	总资产收益率(%)*	5.53	7
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率(%)	62.93	7
	EBITDA/总债务(%)*	19.25	8
	EBIT 利息保障倍数(X)*	2.49	7
规模(28%)	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	1.42	7
	营业总收入(亿元)*	322.54	8
运营实力 (24%)	原煤产量	8	8
	资源禀赋	8	8
	竞争实力	8	8
安全生产	8	8	8
打分结果			aa ⁺
BCA			aa ⁺
支持评级调整			2
评级模型级别			AA ⁺

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa⁺)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

*指标采用近三年平均值

正 面

■ **继续保持区域内较丰富的资源储量。**公司为我国长江以南地区最大的煤炭生产企业，具有一定行业地位，截至 2020 年 3 月末，公司在贵州地区拥有煤炭可采储量共计 17.97 亿吨，资源储量较丰富。

■ **2019 年，公司原煤产量进一步提升，仍保持其区域龙头地位。**2019 年，受益于下属部分矿井产能利用率的提升，公司原煤产量同比增长 6.08%至 1,221 万吨/年，在区域内具备较强的规模优势。

■ **盈利能力有所提高。**2019 年，受益于煤炭、电力及煤焦化板块盈利能力的增强及其他收益的增长，公司经营业务利润及净利润均同比增长，盈利能力有所提高。

■ **融资渠道畅通。**公司核心子公司贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“盘江股份”，股票代码：600395）为 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通。此外，截至 2020 年 3 月末，公司未使用授信额度为 82.25 亿元，备用流动性较为充裕。

关 注

■ **煤炭价格波动。**2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格整体呈下行态势，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

■ **煤矿地质条件特殊，公司面临较大安全生产风险。**贵州省地质构造复杂，煤矿“瓦斯、水、火、煤尘、顶板”五大自然灾害突出，安全生产压力较大，较多的安全事故使得贵州地区煤矿面临较大的安全生产风险及一定的停产风险。2019 年及 2020 年 1~4 月，公司共发生安全事故 2 起，死亡 4 人，面临较大安全生产风险。

■ **电力业务未来或将面临一定投资压力。**公司拟在贵州区域新建火电厂，投资规模较大，或将面临一定投资压力。

评级展望

中诚信国际认为，贵州盘江投资控股（集团）有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**在建煤矿顺利投产，盈利大幅增长且具有可持续性；资本实力显著增强。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭及煤化工产品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；杠杆水平持续攀升，偿债能力大幅弱化。

评级历史关键信息

贵州盘江投资控股（集团）有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 盘江投资 MTN003 (AA+)	2019/12/19	刘旷、王文洋	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04	阅读全文
AA+/稳定	19 盘江投资 MTN002 (AA+)	2019/08/23	刘翌晨、王文洋	中诚信国际煤炭行业评级方法与模型 C020000 2019_04	阅读全文

同行业比较

2019 年部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	原煤产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
榆能集团	2,023	457.68	44.52	167.76	47.32
徐矿集团	1,787	466.42	61.03	307.58	6.51
兰花集团	1,034	426.47	71.44	111.07	3.17
神木国资	198	224.94	25.27	23.97	23.54
盘江投资	1,221	430.82	72.38	326.56	10.80

注：“榆能集团”为“陕西榆林能源集团有限公司”简称；“徐矿集团”为“徐州矿务集团有限公司”简称；“兰花集团”为“山西兰花煤炭实业集团有限公司”简称；“神木国资”为“神木市国有资本投资运营集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 盘江投资 MTN002	AA+	AA+	10.00	10.00	2019/09/26~2022/09/26（2+1）
19 盘江投资 MTN003	AA+	AA+	10.00	10.00	2019/12/27~2022/12/27

注：“19 盘江投资 MTN002”附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

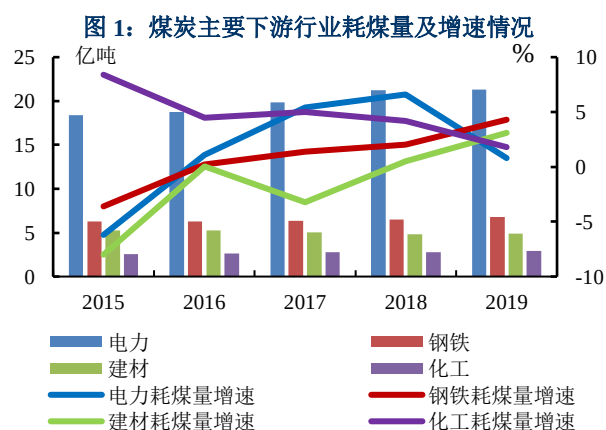
宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，受电力行业煤炭消费增速大幅下降影响，我国煤炭消费增速明显回落；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将持续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 90% 左右。受电力行业耗煤量增速放缓影响，2019 年我国煤炭消费量为 39.7 亿吨，同比仅增长 0.9%，消费增速同比下降 2.5 个百分点。



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2019 年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管

制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计一季度我国第二产业生产将呈缓慢恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

中诚信国际关注到，2019 年我国电力行业用煤需求增长出现大幅下滑，带动煤炭消费增速明显回落。长期来看，经济增长方式的转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费增速承压。中诚信国际认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

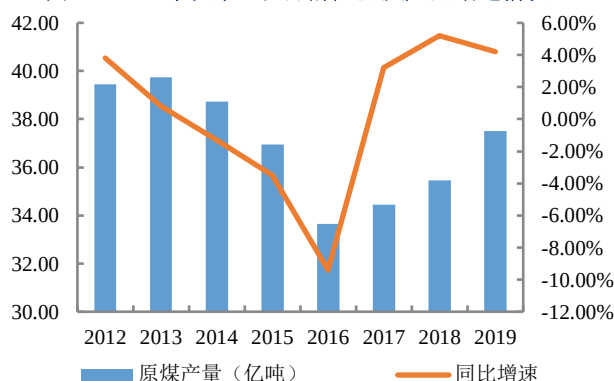
目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化

我国煤炭行业“十三五”期间 8 亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到 2021 年底将全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。截至 2018 年底我国 30 万吨/年以下煤矿数量约为 2,200 处，合计产能 2.43 亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于 30 万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等 30 万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的

北煤南运能源运输大通道浩吉铁路¹（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

原煤产量方面，2019 年受年初“神木 1.12”等煤矿事故及安全生产整顿影响²，我国陕西地区煤炭产量增速大幅下降，全国煤炭产量同比增长 4.2% 至 37.50 亿吨，产量增速同比下降 1.0 个百分点。

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区³（三西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

2019 年，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游

¹ 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

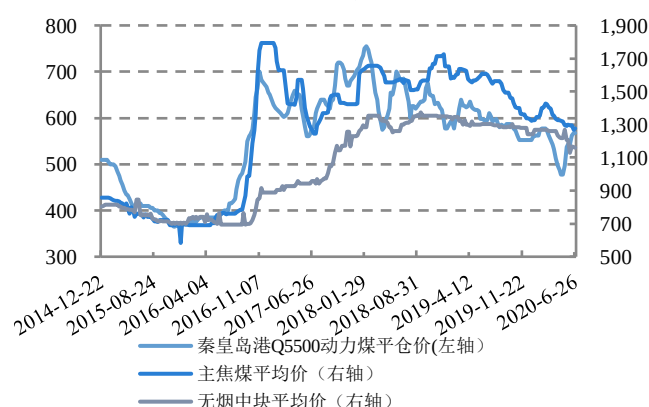
² 2019 年 1 月 12 日，陕西省神木市百吉煤矿发生井下冒顶事故，事故造成 21 人遇难；2019 年 2 月 23 日内蒙古锡林郭勒盟西乌旗银漫矿业公司井下运送工人车辆发生事故，造成 22 人死亡。主要受上述重大事故影响，我国陕西及内蒙两地煤矿区域性停产整顿，其中陕西地区停产

行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团⁴开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来，我国煤炭产量保持增长，而需求增速出现明显下滑；同时，国际煤价持续下降，国内外价差明显增加，2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响，我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨，较年初分别下降 4.33%、19.99% 和 8.11%。

图 3：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

2020 年上半年，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势。截至 2020 年 6 月 28 日，我国炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 1,276.41 元/吨和 1,158.13 元/吨，较年初

面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

³ 截至 2018 年底，三西地区在建产能占全国在建产能的比重达 75%。

⁴ 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

分别下降 3.73%和 6.60%。动力煤价格方面，2020 年 1~4 月，受下游需求疲软及进口量显著增加等因素影响，我国动力煤价格大幅下降；5 月以来，受大秦铁路检修及山西地区矿井停产检修⁵等因素影响，动力煤供应有所收缩，煤炭价格明显回升。截至 2020 年 6 月 28 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 567.5 元/吨，较年初上升 1.79%，但上半年均价为 543.3 元/吨，同比下降 10.68%。

中诚信国际认为，短期内随着我国复工复产工作的继续推进，煤炭下游行业需求有望回暖，但考虑到随着丰水期的到来，水力发电的增加将对电煤需求形成挤压，煤炭需求回升仍具有一定的不确定性，煤炭价格或将呈波动态势。长期来看，受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间受限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭供应整体仍将趋于宽松。

公司为西南地区煤炭生产龙头企业，区域内规模优势明显；2019 年，受益于响水矿产能的释放，公司原煤产量进一步提升

公司煤炭业务主要运营主体为下属上市公司

表 1：截至 2020 年 3 月末公司生产矿井储量、产能以及近年来产量情况（万吨/年、万吨）

矿井	煤种	地质储量	可采储量	产能	产量			
					2017	2018	2019	2020.1~3
火铺矿	焦煤、肥煤	30,952	18,631	180	160	177	180	56
月亮田矿	焦煤、肥煤	14,583	9,605	115	109	113	115	44
山脚树矿	焦煤、肥煤	34,424	19,230	180	178	176	180	59
土城矿	焦煤、肥煤	41,647	27,599	280	265	265	280	86
金佳矿	无烟煤、贫煤、瘦煤	51,410	32,776	245	116	139	152	28
响水矿	焦煤、贫煤、瘦煤	119,387	60,919	330	183	174	243	38
泰来煤矿	无烟煤	1,086	492	45	2	2	2	--
红林煤矿	无烟煤	9,191	6,262	90	52	40	52	2
龙凤煤矿	无烟煤	6,250	4,227	90	33	65	17	8

⁵ 大秦铁路于 2020 年 5 月 1 日至 28 日集中检修，每日停运 3 小时；同时，根据山西省大同市应急管理局和煤矿安监局发布的停产通知，大同市下属 20 座煤矿于 2020 年 5 月 12 日起至“两会”结束期间进行全面停产检修，涉及产能 6,615 万吨/年，受此影响山西省当月煤炭产量同比下降 0.6%至 3.95 亿吨，短期内对煤炭供应及港口库存影响较大。

⁶ 盘江股份拟以现金支付方式收购公司所持有的贵州盘南煤炭开发有限责任公司（以下简称“盘南公司”）54.90%股权，股权转让价款为 8.56 亿元，公司承诺盘南公司 2020~2022 年的净利润不低于 1.40 亿元、2.18 亿元、2.34 亿元。

⁷ 2020 年 4 月，在贵州银保监局、贵州省银行业协会、贵州省国资委等

盘江股份等⁶，所生产的煤种主要为焦煤、肥煤及无烟煤等，均为较为稀缺的煤种，煤种优良。公司煤炭资源储量较丰富，生产矿井均位于贵州省内，截至 2020 年 3 月末煤炭可采储量为 17.97 亿吨；同期末，受益于金佳矿产能的核增，公司生产矿井核定产能同比增长 6.14%至 1,555 万吨/年。中诚信国际认为，公司作为西南地区煤炭生产龙头企业，具有区域垄断地位，煤炭资源丰富，且公司矿井较区域内其他矿井相比，赋存条件较好，适合建设大型煤矿，区域规模优势明显。

2019 年，公司无去产能情况，已完成贵州省政府下达的去产能目标。在建矿井方面，公司共有 3 对在建矿井，均位于贵州省内，合计设计产能为 1,500 万吨/年。中诚信国际认为，未来随着在建矿井的逐步投产以及贵州首黔资源开发有限公司（以下简称“首黔公司”）和贵州松河煤业发展有限责任公司（以下简称“松河公司”⁷）纳入合并范围⁸，公司煤炭产能将得以进一步提升。

煤炭生产方面，2019 年，受益于响水矿产能的释放，公司原煤产量同比增长 6.08%；2020 年 1~3 月，公司原煤产量继续保持同比增长趋势。

有关部门的支持及指导下，松河公司金融机构债权人成立了“松河公司金融机构债权人委员会”（以下简称“债委会”），并在债委会框架下，对松河公司金融机构债务 19.19 亿元进行债务重组。同时，采取松河公司改革脱困、公司并购增资等措施，化解松河公司经营风险和债务风险。⁸ 2018 年 8 月，贵州首钢产业投资有限公司无偿转让首黔公司 51%股权和松河公司 35%股权至公司；2020 年 3 月，南京钢铁联合有限公司将其持有的松河公司 10%股权转让给公司，工商变更已完成，受让完成后公司持有首黔公司股权增至 91%，持有松河公司股权增至 90%，但目前公司尚未将首黔公司及松河公司纳入合并范围。首黔公司拥有 1 对产能为 30 万吨/年的在产矿井杨山煤矿以及 90 万吨/年的拟建矿井纳木煤矿；松河公司拥有煤炭地质储量 5.52 亿吨，在产产能 240 万吨/年。

合计	--	308,930	179,741	1,555	1,098	1,151	1,221	321
----	----	---------	---------	-------	-------	-------	-------	-----

注：公司其他矿井为已关停的矿井；近年来，泰来煤矿产量规模较小，主要系该矿正在进行升级改造，目前生产基本处于停滞状态；公司红林煤矿于2019年6月将产能由30万吨/年增至90万吨/年，2020年金佳矿产能由155万吨/年核增至245万吨/年。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从吨煤完全成本来看，2019年，受其他支出中研发费用增长带动，公司吨煤完全成本同比小幅增长。2020年1~3月，随着材料费、人工工资及电力费等费用的增长，公司吨煤完全成本较上年增幅较大。从煤矿装备技术水平来看，目前公司采煤机械化率及掘进机械化率均达到100%，处于行业领先水平。

表2：近年来公司吨煤完全成本构成情况（元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
材料费	43.64	39.27	37.50	50.83
人工工资	201.93	209.80	209.51	220.19
电力	25.27	25.42	22.50	26.08
折旧费	10.96	11.09	10.13	13.14
井巷工程费	2.30	2.27	2.34	2.40
维简费	8.18	8.21	8.12	8.21
修理费	4.91	4.66	5.14	3.92
地面塌陷补偿费	11.41	5.40	8.26	8.60
安全费	40.17	40.12	39.97	40.42
其它支出	58.19	51.45	57.60	52.63
吨煤完全成本	406.96	397.71	401.07	426.42

注：公司吨煤完全成本中其他费用主要为采矿权摊销费用、无形资产摊销费用、班中餐、矿山恢复治理保证金、差旅办公费、租赁费等；各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭洗选方面，截至2020年3月末，公司共有8个洗煤厂，设计洗选能力合计为2,160万吨/年。2019年，原煤入洗率的增长带动公司精煤产量同比增加10.84%；但2020年1~3月，贵州省国资委要求公司在新冠肺炎疫情期间全力保障电煤供应，当期公司煤炭入洗率明显下降，导致精煤产量同比下降25.23%。

表3：近年来公司煤炭洗选情况（万吨、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
原煤	1,075	1,098	1,221	321
其中：入洗量	963	1,011	1,148	253
入洗率	90	92	94	79

表5：近年来公司煤炭销售情况（万吨、元/吨）

	2017		2018		2019		2020.1~3	
	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价	销量	平均售价
原煤	151	475	149	449	77	363	18	243

精煤	359	369	409	80
混煤	417	480	541	108

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贵州省地质构造复杂，煤矿自然灾害突出，公司将长期面临较大的安全生产压力

2019年，公司安全投入同比有所增长；同期公司发生安全事故1起，死亡2人；2020年4月，公司发生1起冒顶事故，死亡2人。此外，近年来贵州区域煤矿事故多发，导致该区域煤矿面临较大的安全生产风险及一定的停产风险。中诚信国际关注到，贵州省地质构造复杂，煤矿自然灾害突出；近年来公司存在安全事故情况，未来随着矿井开采深度的增加，公司将长期面临较大的安全生产压力。

表4：近年来公司安全生产指标

	2017	2018	2019
公司百万吨死亡率	0	0.348	0.164
全国平均百万吨死亡率	0.106	0.093	0.083
安全投入（亿元）	3.95	2.44	3.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司仍保持其运输优势，同时煤炭销量呈增长态势，但煤炭销售价格不断下降

煤炭销售方面，公司煤类产品包括原煤、混煤、和精煤等，且以混煤和精煤销售为主。2019年，随着产量的增长，公司精煤及煤炭销量均同比提升；同期，公司精煤价格有所增长，但受原煤及混煤销售价格下降影响，公司煤炭销售价格同比小幅下降。2020年1~3月，公司煤炭销量同比小幅增长。中诚信国际关注到，2020年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格整体呈下行趋势，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

精煤	368	1,211	375	1,216	406	1,227	94	1,145
混煤	469	356	455	309	535	286	139	223
合计	988	693	979	689	1,018	667	251	542

注：公司煤炭平均销售价格计算口径包括了销售价格较低的煤泥，煤泥销量未体现在公司自产煤销量中；2017 年公司原煤销量中外购量为 79.14 万吨；上述产品价格不含税。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贵州省及周围区域均为煤炭调入区域，对煤炭需求大，公司煤炭产品市场需求相对稳定，客户主要集中在四川、贵州、云南和广西等地，多为大型钢铁及电力企业，客户集中度较高。除大型钢厂及电厂外，公司对客户销售煤炭采用先款后货的方式，大型钢厂及电厂客户的账期为 30 天左右，结算方式主要为现金及商业汇票等。

表 6：2019 年公司煤炭前五名客户销售情况（亿元、%）

客户名称	销售额	占比
攀钢集团物资贸易有限公司	16.85	20.87
攀钢集团西昌钢铁有限公司	12.06	14.93
柳州钢铁股份有限公司	8.22	10.18
贵州盘兴能源开发投资有限公司	5.93	7.34
贵州粤黔电力有限公司	4.68	5.80
合计	47.74	59.13

注：公司煤炭销售不含对子公司贵州盘江电投天能焦化有限公司（以下简称“天能焦化”）及贵州盘江电投发电有限公司（以下简称“盘江电投发电”）销售额，2019 年公司对天能焦化及盘江电投发电销售额分别为 0.61 亿元和 2.12 亿元；各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运输方面，受益于地理位置优势，公司煤炭运输成本较北煤南运具有优势，其煤炭运往广西、广东、湖南等省份较北煤南运能节约 40%~60% 的运费，未来贵阳至广州的快速铁路建成后，公司运输优势将更加突出。2019 年，公司产品主要通过铁路、皮带⁹和汽车运输，占比分别为 61%、14%和 25%。

2019 年，公司焦炭产销量进一步增长，同时销售价格的上升及生产成本的下降整体使得公司煤焦化业务盈利能力有所提高，但仍处于较低水平

公司煤焦化业务主要运营主体为攀枝花盘江煤焦化有限公司、西昌盘江煤焦化有限公司（以下简称“攀枝花焦化”及“西昌焦化”）¹⁰及天能

焦化¹¹。截至 2020 年 3 月末，公司拥有 833 万吨/年的焦炭产能、6,842 万 GJ/年的焦炉煤气产能及 374 万吨/年的中压蒸汽产能。

公司生产的大部分焦炭等产品直供攀钢集团使用，产品需求得到保障。2019 年，随着产能利用率的提升，公司焦炭产销量均同比增长；同期，由于内部供应量上升，公司焦炉煤气、蒸汽等副产品销量同比有所下降。

销售价格方面，2019 年，受益于市场供需关系的进一步改善，公司焦炭销售价格同比有所增长；但 2020 年 1~3 月，受新冠肺炎疫情影响，公司焦炭销售价格有所下降。销售客户方面，攀枝花焦化及西昌焦化生产的焦炭、煤气和中压蒸汽采取“成本加成定价”的模式全部供攀钢集团使用；天能焦化生产的焦炭通过铁路销往云南、贵州、四川和湖南等地，客户集中度较高¹²。

表 7：近年来公司煤焦化产品生产及销售情况

（万吨、万 GJ、元/吨、元/万 GJ）

产量	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	528.00	733.84	747.05	184.88
焦炉煤气	4,164.00	5,021.57	5,900.43	1,382.06
中压蒸汽	321.00	316.00	410.45	101.57
化工产品	36.80	56.05	55.25	11.06
销量	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	697.00	743.00	750.50	183.77
焦炉煤气	4,164.00	5,021.57	4,545.66	1,371.07
中压蒸汽	321.00	316.00	301.95	75.96
化工产品	35.40	55.00	56.44	11.00
销售价格	2017	2018	2019	2020.1~3
焦炭	1,762	1,915	2,061	1,867
焦炉煤气	33	29	29	29
中压蒸汽	91.63	92.03	91.62	90.98

⁹ 公司周边用煤企业主要通过皮带和汽车运输。

¹⁰ 公司与攀钢集团合作成立攀枝花焦化及西昌焦化，公司持股比例均为 51.00%，纳入合并范围，但攀枝花焦化及西昌焦化实际由攀钢集团进行管理。

¹¹ 2018 年公司收购贵州盘江电力投资有限公司（以下简称“盘江电投”），

盘江电投下属子公司天能焦化拥有 200 万吨/年焦炭产能。

¹² 主要客户包括攀钢集团物资贸易有限公司、云南玉溪仙福钢铁（集团）有限公司、首钢水城钢铁（集团）有限责任公司、广西贵港钢铁集团有限公司、云南曲靖呈钢钢铁（集团）有限公司等，2019 年天能焦化前五大客户销售收入为 28.12 亿元，占其焦炭板块收入比例为 60.43%。

化工产品	1,595.27	3,279.43	2,397.27	1,926.13
------	----------	----------	----------	----------

注：公司化工产品主要包括煤焦油、硫酸铵、氨水、纯苯、甲苯等，产量均较小；为满足攀钢集团需求，公司外购部分焦炭，故出现销量大于产量的情况；上述产品价格不含税。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产成本方面，公司通过购入炼焦煤、动力煤以及辅助材料等原料进行焦化产品的生产，2019年以来，公司加强成本管控力度，焦化产品生产成本呈下降趋势。焦煤供应方面，公司下属攀枝花焦化及西昌焦化焦煤采购由攀钢集团统一进行。天能焦化焦煤主要采购自公司及周边地方煤矿。

表 8：近年来公司焦化产品生产成本构成情况（元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
材料	1,896.25	1,962.92	1,435.21	1,299.64
职工薪酬	20.85	31.31	25.40	22.81
燃料和动力	193.08	148.54	593.38	569.64
折旧费	41.34	50.34	53.04	57.10
其他支出	70.89	107.30	63.31	61.64
合计	2,222.41	2,300.41	2,170.34	2,010.83

注：公司焦化产品生产成本包含焦炭、焦炉煤气及蒸汽等产品的生产成本；生产成本中其他支出主要为协力费、修理费、烧焦煤物流服务费、安全生产费、环境保护费等；受核算口径影响，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司焦化产品生产成本中材料、燃料和动力费用变动较大。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司继续保持其煤电一体化优势；同期，受外送通道受阻以及区域内电力企业竞争加剧影响，公司机组利用效率有所下降，但仍处于较高水平

公司的电力业务运营主体主要为收购的盘江电投下属子公司盘江电投发电¹³及火铺矸石电厂。2019 年以来，公司装机规模未发生变化，截至 2020 年 3 月末，公司控股装机容量为 136.5 万千瓦。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司控、参股电力资产情况（万千瓦）

	装机结构	装机规模	参控股
火铺矸石电厂	--	4.5	控股
盘江电投发电	2*66	132	控股
国投盘江电力	2*30	60	参股

注：公司持有 50.91%深圳盘江壹号投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“盘江壹号”）股权，盘江壹号持有 59.18%盘江电投股权，盘江电投持有盘江电投发电 58.33%股权；公司下属上市公司盘江股份对火铺矸石电厂的持股比例为 100%，对国投盘江电力的持股比例为 45%¹⁴。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹³ 2018 年 6 月 25 日，公司发布公告称，为打造煤、气、电、化一体化运营模式，公司收购盘江电投 100%股权，交易对价为 13.86 亿元。

2019 年，由于盘县周边区域煤炭供应形势趋于宽松，区域内火电企业市场竞争加剧，加之电网线路检修使得送出通道受限，盘江电投发电机组利用小时同比下降 7.77%，使得其发电量及上网电量同比均有所下降，但盘江电投发电机组利用效率仍处于较高水平。2020 年 1~3 月，贵州地区电煤供应偏紧，受益于自身良好的电煤供应，盘江电投机组利用效率同比小幅提升，带动其发电量及上网电量亦同比增长。

盘江电投发电所生产电量主要分为基础电量、西电东送电量及市场化交易电量三个部分。2019 年以来，随着电价较低西电东送电量大幅增加，盘江电投发电上网电价有所下降。市场化交易方面，盘江电投发电市场化交易电量主要是通过直供电的形式供给当地工业企业，包括兴仁县登高铝业有限公司、贵州开磷控股（集团）有限责任公司和中国建材西南水泥有限公司等。2019 年，盘江电投发电市场化交易电量同比有所下降。

表 10：近年来公司控、参股发电机组运营情况（亿千瓦时、小时、元/千瓦时、克/千瓦时）

盘江电投发电	2017	2018	2019	2020.1~3
发电量	60.43	76.39	70.46	19.39
上网电量	56.42	71.42	65.73	18.15
市场化交易电量	35.55	42.03	34.26	10.09
机组利用小时数	4,578	5,788	5,338	1,469
含税平均上网电价	0.3235	0.3324	0.3318	0.3303
供电标准煤耗	315.45	314.53	314.84	314.27
火铺矸石电厂	2016	2017	2019	2020.1~3
发电量	2.81	2.46	2.22	0.41
售电量	2.37	2.35	0.14	0.04
机组利用小时数	6,252	5,462	4,937	915
含税平均上网电价	0.3190	0.3179	0.3241	0.2913
国投盘江电力	2016	2017	2019	2020.1~3
发电量	27.75	29.57	30.24	7.31
上网电量	25.42	27.07	27.71	6.67
机组利用小时数	4,624	4,929	5,040	1,219
含税平均上网电价	0.3190	0.3305	0.3381	0.3363
供电标准煤耗	348.99	347.87	346.91	346.38

注：火铺矸石电厂售电量含对内销售电量；盘江电投发电基础电量含西电东送电量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹⁴ 国投电力控股股份有限公司持股比例为 55%。

公司其他业务主要为贸易业务，对收入形成一定贡献，但毛利率处于较低水平

公司贸易业务¹⁵以国内贸易为主，贸易产品以燃料油、煤炭、乙二醇等大宗商品为主。2019年，公司主动控制贸易规模，贸易收入同比小幅下降。公司贸易板块供应商多为贸易商，下游客户多为大型国有企业下属子公司，上下游较为集中。目前，公司贸易业务主要结算方式为现金和银行承兑汇票等，账期为45天以内。

表 11：近年来公司贸易金额（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	4.70	8.80	17.77	3.77
乙二醇	11.44	10.60	10.99	5.17
燃料油	42.25	--	--	--
钢材	2.70	2.72	0.48	--
其他	12.41	8.18	0.74	0.15
合计	73.50	30.30	29.98	9.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司未来投资方向主要集中于煤炭及电力，仍存在较大规模的投资支出，将面临一定投资压力

目前，公司的在建项目主要集中在新建煤矿及电厂、现有煤矿的技改等方面。具体来看，公司在建煤矿均位于贵州省内，其中马依基建项目设计总规模为1,080万吨/年，包括马依西一井及马依东一井2对矿井¹⁶。恒普基建项目建设规模为420万吨/年，分为发耳二矿西井（240万吨/年）和发耳二矿东井（180万吨/年），公司首先建设发耳二矿西井¹⁷，其中90万吨/年将于2020年5月投产。此外，盘江电投拟建设2×66万千瓦超超临界火电机组，预计投资为47.5亿元，目前正在开展前期工作。**中诚信国际认为**，公司未来投资方向主要集中于煤炭及电力板块，仍存在较大规模的投资支出，将面临一定投资压力。

表 12：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目（亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2020 年 3 月末已投资	预计投产时间
马依基建项目（马依东一井及马依西一井）	22.48	16.63	一期工程中 120 万吨/年预计于 2021 年 1 月投产
恒普基建项目（发耳二矿）	12.06	9.93	发耳二矿西井中 90 万吨/年预计于 2020 年 12 月投产
龙盟环保材料项目	12.60	8.30	暂停投资
总医院改扩建工程	2.97	2.91	已投产，尚未验收
矿井开拓延伸工程	2.00	1.75	持续建设
金佳矿佳竹箐采区井巷工程	4.68	3.10	持续建设
煤矿重大灾害治理示范工程建设项目	2.03	1.43	持续建设
合计	58.82	44.05	--

注：恒普基建项目总投资不包含发耳二矿东井投资规模；马依基建项目不包含马依东一井投资规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报表、经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年财务报表¹⁸以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报

表；公司财务报告全部依据新会计准则编制；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”及“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务，将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款调整至长期债务。

2018 年 6 月末，公司并购广投黔桂（已更名为

¹⁵ 贸易业务主要由贵州盘江物流有限公司、贵州盘江贸易有限公司、贵州盘江运通物流股份有限公司和贵州盘江国际投资贸易有限公司四家子公司负责运营。

¹⁶ 其中马依西一井设计总规模为 540 万吨/年，一期工程为 240 万吨/年，已获得国家能源局核准，其中 120 万吨/年将于 2021 年 1 月投产，二期工程为 300 万吨/年；马依东一井设计总规模为 540 万吨/年，一期工程

为 240 万吨/年，二期工程为 300 万吨/年，目前处于项目前期阶段。

¹⁷ 该矿已于 2017 年 10 月完成了相关核准工作，2018 年 1 月取得采矿许可证。

¹⁸ 2018 年，公司更换会计师事务所，主要系立信会计师事务所（特殊普通合伙）已达服务年限。

“盘江电投”),并于7月起将其纳入合并范围,2018年公司财务报表中利润表及现金流量表仅合并了盘江电投7~12月数据。

2019年,受益于主要板块毛利率的增长,公司盈利能力实现提升,但期间费用仍对利润造成一定侵蚀;2020年一季度,受新冠肺炎疫情影响,公司利润总额同比降幅较大

2019年,受益于煤炭销量的增长,公司自产煤收入同比小幅增长,同时吨煤生产成本的下降带动该业务毛利率小幅上升;同期,受益于焦炭销售量价齐升,公司煤焦化业务收入同比有所上升,同时焦化产品生产成本有所下降,使得该业务毛利率同比小幅增长;此外,受上网电量下降影响,同期公司电力收入同比小幅减少,但煤炭采购价格的下降使得该业务毛利率同比实现提升。

表 13: 近年来公司主要板块收入及毛利率构成
(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	78.42	77.53	80.74	15.65
其中: 自产煤销售	68.43	67.45	68.07	13.35
其他涉煤业务	9.99	10.08	12.67	2.30
水泥	19.70	--	--	--
煤焦化	148.58	180.56	184.15	40.28
电力	--	22.17	21.47	6.53
其他	82.71	31.40	40.20	11.52
营业总收入	329.41	311.66	326.56	73.98
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭	34.42	33.52	33.70	17.89
其中: 自产煤销售	36.32	35.30	36.29	19.78
水泥	34.52	--	--	--
煤焦化	0.53	4.50	4.61	4.34
电力	--	25.08	28.28	28.33
其他	6.02	6.71	7.83	2.22
营业毛利率	11.90	13.82	13.70	8.91

注: 公司其他业务主要包括物流贸易、医院经营和煤层气开发等; 公司板块按下属子公司业务划分, 因此煤炭板块收入中含其他业务收入及盘江股份代购代销收入; 因规模较小, 2017年公司未统计电力收入。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

2019年, 受益于运输费用的下降, 公司销售费用同比减少 35.98%, 同时融资成本的下降使得财务

费用同比小幅下降 2.97%; 但职工薪酬的上升带动管理费用同比增长 2.34%, 且公司加大研发力度导致研发费用大幅上升, 整体使得当期公司期间费用同比增长 2.52%, 对利润形成一定侵蚀。

2019年, 受益于主要板块盈利能力的增强及其他收益的增长¹⁹, 公司经营性业务利润同比增长 19.18%, 是利润的主要构成; 同期, 公司获得债务重组利得使得营业外损益同比有所提升。受益于上述因素, 2019年公司利润总额同比增长 21.23%。盈利指标方面, 2019年, 受营业总收入及总资产增幅相对较大, 公司各项盈利指标均小幅弱化。中诚信国际关注到, 2020年1~3月, 受新冠肺炎疫情影响, 公司主要产品价格出现进一步下降, 利润总额同比降幅较大, 且由于当期所得税费用较高, 公司净利润呈亏损状态。

表 14: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	2.47	3.07	1.97	0.65
管理费用	13.38	15.01	15.37	2.88
研发费用	0.88	0.52	2.32	0.19
财务费用	6.56	10.55	10.24	2.51
期间费用合计	23.30	29.16	29.89	6.24
期间费用率(%)	7.07	9.36	9.15	8.43
经营性业务利润	14.50	10.60	12.64	-0.04
资产减值损失	6.45	0.45	-0.44	0.01
公允价值变动收益	0.08	-0.11	0.01	--
投资收益 ²⁰	1.64	1.59	-0.05	-0.10
营业外损益	0.41	-0.16	1.17	0.46
利润总额	10.17	11.71	14.20	0.31
EBITDA 利润率(%)	7.83	11.09	9.97	--
EBIT 利润率(%)	4.96	6.97	6.94	--
总资产收益率(%)	5.14	6.06	5.39	--

注: 资产减值损失含信用减值损失。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2019年, 公司债务规模小幅上升, 但受益于利润积累等因素, 所有者权益有所提升, 财务杠杆水平小幅下降, 但债务结构仍有待优化

2019年, 随着在建项目的不断推进及转固, 期末公司在建工程及固定资产均同比增长, 加之其他

权投资收益及联营企业水城海螺盘江水泥有限责任公司亏损所致。

¹⁹ 2019年, 公司其他收益同比增加 61.41%至 2.54 亿元, 主要为电煤供应奖励、去产能奖补资金及煤层气抽采利用奖补资金。

²⁰ 2019年, 公司投资收益同比大幅下降, 主要系 2019 年无处置长期股

权益工具投资²¹及长期股权投资²²有所增加，整体带动公司非流动资产同比有所提升；同期末，公司减少原材料采购和积压，同时随着部分地产产品的出售，公司存货同比有所下降，但货币资金及其他流动资产²³均同比上升，使得公司流动资产亦有所增长。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	30.18	40.33	49.10	55.83
存货	25.17	34.00	29.29	26.18
应收票据	30.32	29.97	29.01	35.93
应收账款	15.07	17.24	17.68	18.59
其他流动资产	1.88	4.35	9.95	9.32
流动资产	125.14	147.39	156.81	163.40
固定资产	86.33	146.53	148.99	147.73
在建工程	36.91	49.74	52.20	53.69
无形资产	21.48	26.92	23.27	22.61
长期股权投资	8.34	10.06	12.80	13.01
可供出售金融资产	11.46	10.77	5.28	5.28
其他权益工具投资	--	--	10.14	8.90
非流动资产	181.20	262.99	274.01	269.47
资产总额	306.34	410.38	430.82	432.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，受发行多期债券影响，公司债务规模有所增长，但受益于利润积累及其他综合收益增长²⁴等因素，公司所有者权益规模有所提升，使得杠杆水平小幅下降。截至 2020 年 3 月末，公司总债务小幅增长，同时净利润亏损使得所有者权益小幅下降，导致杠杆水平较上年末有所增长。

债务期限结构方面，2019 年，受部分长期债务临近到期转入一年内到期的非流动负债影响，期末公司短期债务/长期债务比例有所上升；截至 2020 年 3 月末，长期借款及应付融资租赁款的增长使得公司长期债务小幅上升，带动短期债务/长期债务比例小幅下降，但公司债务结构仍有待优化。

²¹ 2019 年，公司将持有的华创阳安股份有限公司（以下简称“华创阳安”）股票投资和盘江产业协同发展 2 号股权投资基金自可供出售金融资产重分类为其他权益工具投资，受华创阳安股票价格增长带动，期末公司其他权益工具投资及可供出售金融资产合计数同比有所增长。

²² 2019 年，公司对六枝工矿（集团）有限责任公司追加 3.13 亿元投资，带动期末长期股权投资同比有所增长。

表 16：近年来公司债务结构及资本实力情况

（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	61.16	105.01	120.04	120.16
长期债务	48.30	86.24	81.96	83.37
短期债务/长期债务	1.27	1.22	1.46	1.44
总债务	109.46	191.25	202.00	203.53
实收资本	12.04	12.04	12.04	12.04
资本公积	15.15	16.01	11.91	11.91
未分配利润	12.08	14.00	22.68	21.52
少数股东权益	43.50	62.95	67.10	67.70
所有者权益合计	84.19	105.40	119.00	118.29
总资本化比率	56.52	64.47	62.93	63.24

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年，公司经营活动净现金流同比有所下降，但偿债指标整体仍处于较好水平

2019 年，受下属财务公司存放中央银行款项净增加额同比减少影响，公司经营活动净现金流同比下降 47.94%，但由于当期取得子公司支付的现金²⁵大幅下降，公司投资活动现金净流出规模同比有所减少，使得筹资活动现金净流入同比小幅下降。

偿债指标方面，2019 年，公司经营活动净现金流同比有所下降，且债务规模有所增长，使得各项现金流偿债指标均有所弱化；同期，受益于利息支出的下降，公司 EBITDA 利息保障倍数及 EBIT 利息保障倍数指标有所增强，债务增幅相对较大虽使得总债务/EBITDA 指标有所弱化，但仍维持较好水平。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	10.01	19.29	10.04	5.48
投资活动净现金流	8.58	-16.49	-6.33	-2.86
筹资活动净现金流	-13.67	3.76	1.59	3.19
经营活动净现金流/总债务	0.09	0.10	0.05	0.11*
经营活动净现金流/利息支出	1.62	1.93	1.17	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.30	3.57	0.38	--
EBITDA 利息保障倍数	4.18	3.46	3.80	--
EBIT 利息保障倍数	2.65	2.17	2.64	--

²³ 公司其他流动资产主要为委托贷款，2019 年公司委托贷款有所增长，主要为对松河公司以及贵州水城矿业股份有限公司借款。

²⁴ 2019 年末，公司其他综合收益同比有所增长，主要为盘江股份按新企业会计准则核算确认的其他权益工具投资公允价值变动收益。

²⁵ 2018 年，公司取得子公司支付的现金主要为收购盘江电投支付的现金。

总债务/EBITDA	4.24	5.53	6.20	--
------------	------	------	------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了保障；无重大未决诉讼情况，受限资产占比较低

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 21.22 亿元，主要为受限的货币资金 11.47 亿元、受限的无形资产 6.59 亿元及受限的应收票据 3.03 亿元等，受限资产占期末总资产的比例为 4.90%。质押方面，截至 2020 年 5 月末，公司暂无质押上市公司股权情况。

或有事项方面，根据公司提供资料，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保及涉诉事项²⁶。

备用流动性方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得授信额度总计 233.54 亿元，其中未使用的授信额度为 82.25 亿元，备用流动性较为充裕。此外，公司下属子公司盘江股份为 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 11 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为控股股东贵州盘江煤电集团有限责任公司下属煤炭业务最重要的运营主体，在煤炭资源整合、产业延伸等多方面获得了股东及贵州省国资委的支持

根据贵州省政府批复同意的《贵州盘江煤电集团有限责任公司组建方案》，公司控股股东贵州盘江煤电集团有限责任公司（以下简称“盘江煤电集团”²⁷）将按照“煤龙头、电骨干、新能源补充”的产业布局，整合全省煤炭和火电资源。公司作为其

下属煤炭及火电业务最重要的运营主体，在煤炭资源整合、产业延伸等多方面可获得股东及贵州省国资委较大支持力度。

公司所在地周边广东、广西、重庆、四川及云南等省份均属于煤炭调入省份，区域内煤炭供应量不足，能源较为紧缺。公司为贵州省最大的煤炭生产企业，资产规模、营业收入、利润总额均处前列，为区域经济和 Related 产业提供了有力支持，对当地财政贡献程度较高。

2017~2019 年，公司分别获得政府补助（不含“三供一业”补助资金）3.19 亿元、1.71 亿元和 2.80 亿元。此外，在各级政府的大力支持下，公司目前已完成部分“三供一业”改造，共获得了 7.21 亿元中央财政补助资金。

评级结论

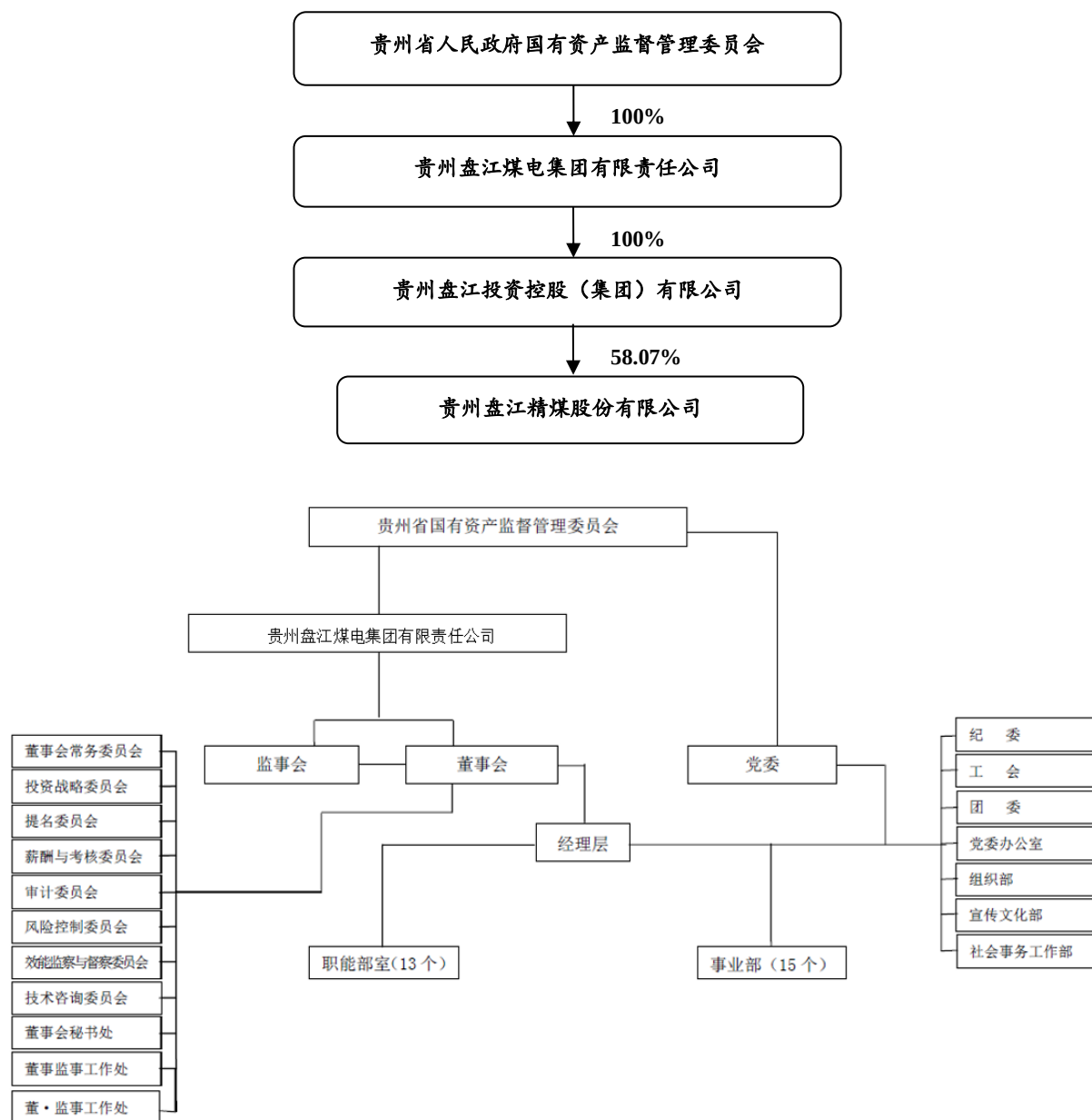
综上所述，中诚信国际维持贵州盘江投资控股（集团）有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 盘江投资 MTN002”和“19 盘江投资 MTN003”的信用等级为 **AA⁺**。

²⁶ 2016 年以来，首黔公司资金链断裂，盘江股份作为首黔公司股东，被交通银行股份有限公司六盘水分行、中国长城资产管理股份有限公司贵州省分公司等债权人列为被告之一向法院提起诉讼。目前上述案件已审理完毕并结案，盘江股份已累计支出 4.19 亿元用于首黔公司系列诉讼案件。盘江股份已于 2017 年将未出资金额 3.5 亿元全部确认为长期

股权投资成本，并对该股权投资进行减值处理，截至 2019 年末已计提 2.29 亿元资产减值损失。

²⁷ 盘江煤电集团为贵州省国资委 100%持股，公司实际控制人为贵州省国资委。

附一：贵州盘江投资控股（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：公司与股东贵州盘江煤电集团有限责任公司组织结构图一致。

资料来源：公司提供

附二：贵州盘江投资控股（集团）有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	301,848.32	403,338.79	491,002.41	558,304.14
应收账款净额	150,722.91	172,374.51	176,783.02	185,933.67
其他应收款	135,373.25	102,140.13	113,862.73	79,310.82
存货净额	251,694.56	340,033.61	292,897.39	261,816.09
长期投资	198,011.96	208,334.58	282,236.53	271,859.94
固定资产	863,297.39	1,465,316.82	1,489,861.22	1,477,311.64
在建工程	369,133.70	497,423.49	521,962.37	536,879.20
无形资产	214,753.39	269,215.94	232,684.11	226,142.67
总资产	3,063,439.39	4,103,774.52	4,308,210.21	4,328,674.96
其他应付款	233,097.77	158,784.11	144,676.20	123,562.78
短期债务	611,570.02	1,050,132.91	1,200,370.96	1,201,615.28
长期债务	482,985.62	862,362.78	819,634.43	833,717.20
总债务	1,094,555.65	1,912,495.68	2,020,005.39	2,035,332.48
净债务	792,707.33	1,509,156.89	1,529,002.98	1,477,028.34
总负债	2,221,544.26	3,049,791.68	3,118,198.77	3,145,803.51
费用化利息支出	61,671.03	99,951.51	84,518.19	--
资本化利息支出	0.00	0.00	1,158.14	--
所有者权益合计	841,895.13	1,053,982.84	1,190,011.44	1,182,871.44
营业总收入	3,294,052.72	3,116,585.14	3,265,575.18	739,773.41
经营性业务利润	144,996.67	106,041.33	126,383.64	-412.00
投资收益	16,381.15	15,870.52	-483.77	-956.67
净利润	73,900.88	88,411.36	108,009.94	-1,083.17
EBIT	163,384.55	217,081.67	226,513.58	--
EBITDA	257,996.18	345,611.34	325,612.25	--
经营活动产生现金净流量	100,136.81	192,896.06	100,422.74	54,798.78
投资活动产生现金净流量	85,815.09	-164,926.15	-63,309.83	-28,616.81
筹资活动产生现金净流量	-136,685.90	37,647.47	15,852.60	31,907.64
资本支出	56,704.88	79,621.12	95,236.61	25,238.72
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	11.90	13.82	13.70	8.91
期间费用率(%)	7.07	9.36	9.15	8.43
EBITDA 利润率(%)	7.83	11.09	9.97	--
总资产收益率(%)	5.14	6.06	5.39	--
净资产收益率(%)	8.26	9.34	9.31	-0.37*
流动比率(X)	0.91	0.84	0.84	0.88
速动比率(X)	0.73	0.65	0.68	0.74
存货周转率(X)	12.46	9.08	8.90	9.71*
应收账款周转率(X)	19.00	19.36	18.69	16.30*
资产负债率(%)	72.52	74.32	72.38	72.67
总资本化比率(%)	56.52	64.47	62.93	63.24
短期债务/总债务(%)	55.87	54.91	59.42	59.04
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.10	0.05	0.11*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.16	0.18	0.08	0.18*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.62	1.93	1.17	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.30	3.57	0.38	--
总债务/EBITDA(X)	4.24	5.53	6.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.33	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.18	3.46	3.80	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.65	2.17	2.64	--

注：2020 年一季财务报表未经审计；为计算有息债务，中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”及“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务、将“长期应付款”中融资租赁款调整至长期债务；由于缺少数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；带“*”指标已经年化处理；其他应收款含应收利息及应收股利；其他应付款含应付利息及应付股利。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）
	长期投资
	短期债务
	长期债务
	总债务
	净债务
	资产负债率
	总资本化比率
经营效率	存货周转率
	应收账款周转率
	现金周转天数
盈利能力	营业毛利率
	期间费用率
	经营性业务利润
	EBIT（息税前盈余）
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）
	总资产收益率
	净资产收益率
	EBIT 利润率
现金流	EBITDA 利润率
	资本支出
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）
	FCF
偿债能力	留存现金流
	流动比率
	速动比率
	利息支出
	EBITDA 利息保障倍数
	EBIT 利息保障倍数

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。